

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 12020051300398

UDC .

廈門大學

碩 士 學 位 論 文

中国上市公司管理层收购融资法律问题研究

On Legal Problems in Management Buy-outs Financing of
List Companies in China

何 佩 佩

指导教师姓名: 朱炎生 教授

专 业 名 称: 民 商 法 学

论文提交日期: 2008 年 4 月

论文答辩时间: 2008 年 5 月

学位授予日期: 2008 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2008 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：

日期： 年 月 日

导师签名：

日期： 年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

内容摘要

融资是管理层收购的核心环节，资金融通渠道是否顺畅、方案设计是否合理直接决定着整个收购计划的进程，影响着收购后目标公司的治理结构、财务状况；也很大程度上决定了管理层道德风险、违法操作是否会出现，影响着利益相关者的权益乃至整个经济的发展。然我国管理层收购融资中却存在融资渠道狭窄、融资结构不健全、融资法律障碍重重等诸多瓶颈，长期困扰着收购的实施。对此，本文按照“基础理论分析—提出问题—分析解决问题”的结构展开了五章的研究：

第一章对本文论证的背景性内容进行了介绍，包括管理层收购制度的基础理论、本文研究范畴界定以及本文研究必要性探讨。

第二章主要对管理层收购融资操作中的基础法律关系进行分析，为后文论述奠定了基础。

第三章在对我国资本市场一系列“融资典型性案例”进行实证分析的基础上，对我国管理层收购融资操作的现状、缺陷及其所引发的风险进行研究。

第四章针对第三章所提出的缺陷，分别从宏观市场体制、结构，微观具体法律规定两个层面对造成上述问题、引发风险的深层次根源性缺陷进行了分析并指明改革方向。

第四章主要着眼于问题的根本解决，对现实实践操作并没有过多的意义。因而为弥补第四章的不足，第五章基于我国资本市场、法制环境现状，对融资可行性方案的法律框架进行了设计以求为实践操作起到指导作用，具体包括信托型 MBO、基金型 MBO 和有限合伙型 MBO。

本文的特色在于以股权分置改革之后“全流通”的资本市场为研究背景，以《公司法》、《证券法》等一系列立法颁布后新的并购法制环境为依托，利用法学分析方法，在对资本市场中大量案例进行实证分析的基础上，对我国管理层收购融资过程中环环相扣的一系列问题，包括但不限于融资表象瓶颈、深层次结构性缺陷及其改革方向，改革完成前现状下的可行性方案等内容进行了研究，以求为立法、理论的完善提供素材；为实践操作提供一定指引。

关键词：管理层收购融资；法律问题；有限合伙型 MBO

ABSTRACT

As the key factor of Management Buy-outs, financing decided whether the whole course of merger project would go on wheels; whether the corporate governance structure of the object company would be optimized and whether its financial affairs would be well-balanced after it was annexed. Meanwhile financing also decided whether the moral hazard of the managements would appear; whether the interests of the stakeholders such as the object company, the shareholders, and the creditors would be encroached. To some extent, financing would also influence the economic development of the whole nation. However, in China, many long-standing limitations harassed the practice of MBO Financing, such as the unicity of financing means, the distemperedness of financial structure and lots of legal restrictions. This paper, divided into five parts, mainly studied on the legal problems in MBO Financing of the listed companies in China.

In the first part of this dissertation, the background of Management Buy-outs including its definition and the characteristics was introduced. Meanwhile the research category of this paper was explored and the necessity of this paper were demonstrated as well.

In the second part of this dissertation, the basic legal relationships in MBO Financing were introduced systemically along with the introduction of financing tools, which laid a foundation to the retrial research of this paper.

In the third part of this dissertation, by means of analysing a series of typical cases taken place in the Capital Market of China, the Status Quo of the MBO Financing in China were summarized and the related risks existed in it were explored.

In the fourth part of this dissertation, the deep-seated structural faultinesses existing in the process of MBO Financing were investigated not only from the macroscopical point of view which related financial mechanism but also from microcosmic point of view which related the correlative statutes. At the same time, some related consummate suggestions were put forward.

In the fifth part of this dissertation, based on the actuality of the Capital Market and the circumstance of legal system in China, the feasible financing schemes of Management Buy-outs including financing by the way of Trust, Fund and Limited Partnership, were designed.

In China, there are few research achievements on MBO Financing especially from the legal point of view. Meanwhile, the background of Capital Market was changed totally after the Reformation of Non-tradable Shares implementing triumphantly. The Jural Circumstance was optimized along with a series of new legislations being enacted, such as The Company Law, The Security Law and The Property Law, all of which composed the research background of this paper. For the purpose of benefiting to the perfection of the related legislations and the theoretical researches, providing guidances for the practical operation, this dissertation studied on a series of problems linked closely, such as the related basic theories, the status quo of MBO Financing in China, the deep-seated structural problems and its reformation and the feasible financing schemes of MBO suitable for the practical situation in China. All of which were the characteristics of this dissertation.

Keywords: Management Buy-Outs (MBO) Financing; Legal Problem;

MBO Financing by the way of Limited Partnership.

缩略语表 ABBREVIATIONS

1、MBO	Management Buy-out(s)	管理层收购
2、LP	Limited Partner	有限合伙人
3、GP	General Partner	普通合伙人

案例表 Table of Cases^①

- 1、“G 华泰” 管理层收购操作
- 2、“剑南春” 管理层收购操作
- 3、“粤美的” 管理层收购操作
- 4、“洞庭水殖” 管理层收购操作
- 5、“特变电工” 管理层收购操作
- 6、“胜利股份” 管理层收购操作
- 7、“佛塑股份” 管理层收购操作
- 8、“全兴集团” 管理层收购操作
- 9、“张裕集团” 管理层收购操作
- 10、“宇通客车” 管理层收购操作

^① 案例的具体内容详见本文附件二。

文章目录

引 言.....	1
第一章 背景介绍	2
一、管理层收购概念及特点.....	2
二、本文研究范畴界定.....	3
三、本文研究必要性分析.....	4
第二章 管理层收购融资法律关系分析	6
第一节 融资关系方研究	6
一、融资关系方范围研究.....	6
二、融资关系方资质研究.....	6
第二节 被融资关系方及融资法律关系内容研究——基于融资方式研究	8
一、债务融资方式及其法律关系分析.....	8
二、权益融资方式及其法律关系分析.....	12
三、混合融资方式及其法律关系分析.....	12
第三章 我国管理层收购融资现状及风险分析	15
第一节 我国管理层收购融资现状分析	15
一、融资渠道狭窄.....	16
二、融资结构不健全.....	18
三、融资信息披露不到位.....	20
四、资金退出机制不健全.....	20
五、诸多法律限制使不规范融资行为成为常态.....	20
六、融资缺乏政策支持.....	21
第二节 融资现状所引发风险分析	21
一、操作违法性风险.....	21
二、管理层道德风险.....	22
三、新一轮内部人控制风险.....	22
四、“救济不能”的风险	23

五、资金退出渠道狭窄所引发的风险.....	23
第四章 我国管理层收购融资瓶颈分析及破解	24
第一节 破解管理层收购融资结构性瓶颈——基于宏观市场体制及结构	24
一、市场体制瓶颈破解.....	24
二、市场结构瓶颈破解.....	26
第二节 破解管理层收购融资制度性瓶颈 ——基于微观具体法律规定	29
一、融资主体法律瓶颈及破解.....	30
二、债务融资法律瓶颈破解.....	31
三、权益融资法律瓶颈破解.....	34
四、融资信息披露法律瓶颈及破解.....	37
第五章 管理层收购融资可行性方案法律框架设计	40
第一节 信托型 MBO 操作法律框架设计	40
一、方案法律环境分析.....	40
二、方案操作模式分析.....	42
三、方案适用注意点.....	47
第二节 有限合伙型 MBO 操作法律框架设计	47
一、方案操作模式设计.....	48
二、方案合理合法性分析.....	49
三、方案适用注意点.....	51
结 语	52
附件一 中国管理层收购案例归纳表	53
附件二 本文所涉及相关案例分析	57
附件三 管理层收购融资新立法介绍	60
参考文献	61
致 谢	63

CONTENTS

Preface.....	1
Chapter1 Background Introduction.....	2
引 言	2
第一章 背景介绍	4
一、管理层收购概念及特点.....	4
二、本文研究范畴界定.....	5
三、本文研究必要性分析.....	6
第二章 管理层收购融资法律关系分析	8
第一节 融资关系方研究	8
一、融资关系方范围研究.....	8
二、融资关系方资质研究.....	8
第二节 被融资关系方及融资法律关系内容研究	8
——基于	
融资方式研究	10
一、债务融资方式及其法律关系分析.....	10
二、权益融资方式及其法律关系分析.....	14
三、混合融资方式及其法律关系分析.....	14
第三章 我国管理层收购融资现状及风险分析	17
第一节 我国管理层收购融资现状分析	17
一、融资渠道狭窄.....	18
二、融资结构不健全.....	20
三、融资信息披露不到位.....	22
四、资金退出机制不健全.....	22
五、诸多法律限制使不规范融资行为成为常态.....	22
六、融资缺乏政策支持.....	23
第二节 融资现状所引发风险分析	23
一、操作违法性风险.....	23
二、管理层道德风险.....	24
三、新一轮内部人控制风险.....	24
四、“救济不能”的风险.....	25
五、资金退出渠道狭窄所引发的风险.....	25
第四章 我国管理层收购融资瓶颈分析及破解	26
第一节 破解管理层收购融资结构性瓶颈	26
——	
基于宏观市场体制及结构	26

一、市场体制瓶颈破解.....	26
二、市场结构瓶颈破解.....	28
第二节 破解管理层收购融资制度性瓶颈	——基于微观具体
法律规定	31
一、融资主体法律瓶颈及破解.....	32
二、债务融资法律瓶颈破解.....	33
三、权益融资法律瓶颈破解.....	36
四、融资信息披露法律瓶颈及破解.....	39
第五章 管理层收购融资可行性方案法律框架设计	42
第一节 信托型 MBO 操作法律框架设计	42
一、方案法律环境分析.....	42
二、方案操作模式分析.....	44
三、方案适用注意点.....	49
第二节 有限合伙型 MBO 操作法律框架设计	49
一、方案操作模式设计.....	50
二、方案合理合法性分析.....	51
三、方案适用注意点.....	53
结 语	54
附件一 中国管理层收购案例归纳表	55
附件二 本文所涉及相关案例分析	59
附件三 管理层收购融资新立法介绍	62
参考文献	63
致 谢	65

引 言

作为一种企业制度的创新,管理层收购在明晰企业产权、降低企业代理成本、激发经营者的人力资本要素、完善企业治理结构、实现国有资本战略性退出等方面具有重要的意义,也正因此使该制度自 20 世纪 60 年代在英国产生以来风靡全球,为各国所借鉴。上世纪末,伴随着国有企业改制的深化,管理层收购制度被

引入中国；自最早一批收购实践（如 1997 年大众科创管理层收购、1998 年四通集团管理层收购）起至今也不过十年。十年中该制度在质疑声中前行，在政策不断变动中发展，对我国经济发展起到了不小的促进作用。然在我国资本市场刚起步，产权机制、市场体制结构、法制环境等客观因素尚存在诸多深层次结构性缺陷的大背景下，管理层收购操作面临着一系列严重问题，如收购主体问题、信息披露问题、资产定价问题等，本文主要针对其中关键之融资问题展开研究。

融资环境匮乏是长期困扰我国并购市场的恶疾，融资渠道狭窄、融资工具单一、融资结构不健全、融资方案法律障碍重重等瓶颈是我国管理层收购不得不面对的客观现实。这一“融资难”的现状究其本质根源于我国市场体制的不健全、市场结构的不完善和法制环境的不配套，显然这一问题的根本解决有赖于改革的进一步深化；然改革毕竟是一个渐进的过程，因而在深化改革的同时，可行性方案的研究也是十分必要的。鉴于此，本文在对我国管理层收购融资现状及其风险进行实证性研究的基础上分别对深层次结构性、制度性瓶颈的改革及现状下可行性方案设计展开研究。

2006 年股权分置改革的基本完成使我国资本市场发生了翻天覆地的变化；以《公司法》、《证券法》为代表的一系列立法的出台优化了我国并购市场的法制环境；金融市场、体制改革的继续深化已被列入国家“十一五”规划——这一切都映证着我国资本市场正经历着又一次巨大变革。此外，国内对管理层收购融资所进行的研究并不多且大多基于经济学范式展开；事实上，融资操作中的许多问题必须从法律角度加以研究，现实中偏向经济的“单边研究”并不利于融资瓶颈的解决——本文正基于此现实、理论背景利用法学分析方法对管理层收购融资问题展开了一系列实证性研究。

第一章 背景介绍

一、管理层收购概念及特点

一般意义上的管理层收购是指公司管理阶层利用自有资金或外部融资直接或间接购买其所经营公司的股份以达到控制该公司的目的,从而完成由单纯的公司管理者向股东法律地位转变并进而改变公司所有权、控制权结构的商事行为。

①“管理层收购”一词源自英文“management buy-out(s)”,缩写为MBO:其中“management”对应的中文含义为“公司的管理阶层”,②从群体角度对收购主体进行了界定,不同于一般意义上从个体角度上界定的“经理(manager)”;③根据管理学对管理的定义④我们不难对“管理层”进行界定即“组织中从事管理活动,履行决策、计划、组织、领导、控制、协调等职能的阶层(群体)”。而“buy out(s)”解释为“买下所有权”,或“买下……的生意”。据此管理层收购具有如下特征:

首先,收购主体的特定群体性。即收购方以目标公司现任管理阶层为主,既包括以自然人形态表现的公司高管也包括其所设立、控制或委托组织。

其次,收购融资的高财务杠杆性。由于管理层的自有资金实力往往不足以完成对目标公司的收购,因而管理层收购一般采取杠杆收购的形式。杠杆收购(Leveraged Buy-out, LBO)是一种利用高负债融资购买目标公司股份,以达到控制、重组该目标公司的目的,并从中获得超常收益的有效金融工具。⑤管理层收购是特殊形式的杠杆收购,即当运用杠杆收购的主体是目标公司管理层时,一般的LBO就演变成了特殊的MBO了。

最后,收购后目标公司实际控制权的转移。⑥收购完成后,目标公司的实际控制权转移到管理层手中,这使该公司的“控制权”与“经营权”实现了一定程度的合一。当然,公司实际控制权的转移并不一定要求管理层取得控股地位或持

① 本文概念是笔者综合参考国内相关论著基础上得出的,具有代表性的为:1)任自力.管理层收购(MBO)的法律困境与出路[M].北京:法律出版社,2005.7-8. 2)徐士敏,张更鑫.管理层收购—中国企业家关注的热点[M].北京:中国金融出版社,2003.1-2. 3)王苏生,彭小毛.管理层收购—杠杆收购及其在公司重组中的应用[M].北京:中国金融出版社,2004.1-2. 4)朱凯.管理层收购中董事行为法律问题研究(博士学位论文)[D].北京:清华大学,2003.8-9.

② “the people who are in charge of a firm, industry, etc., considered as one body”.朗文现代英汉双解词典[M].北京:现代出版社,1998.845-846.

③ 同上,第846页。

④ 周三多.管理学[M].北京:高等教育出版社,2003.4-8.

⑤ 黄耀华,周奇.中国企业管理层收购运作实务[M].广东:广东经济出版社,2003.71-73.

⑥ 张舫.公司收购法律制度研究[M].北京:法律出版社,1998.9-11.

有多数表决权股份，只要管理层能够直接或间接操纵目标公司的重大经营决策即间接控制便可。^①

二、本文研究范畴界定

中国证券业监督管理委员会（下文简称证监会）于 2006 年 5 月通过的《上市公司收购管理办法》（下文简称《收购办法》（2006））第一次以正式法律文件的形式对管理层收购进行了明确的界定，从该办法 51 条规定可知：

首先，我国现行对管理层收购的立法只限于“上市公司”。同时根据笔者通过 CNKI “中国重要报纸全文数据库” 1995 年—2007 年报道所整理的相关案例（详见附件 1）可知，我国几乎所有的管理层收购实践操作都与上市公司有关；单纯的非上市公司管理层收购不论是立法还是已披露实践操作都可算是空白，因而为增强研究的可行性，本文也仅欲对上市公司管理层收购相关问题进行研究。

其次，我国立法所界定的“管理层收购”是 MBO、EMBO、SMBO、ESO、ESOP^②等操作的混合体，并不简单等同于国外通称的 MBO。笔者认为该规定适应了我国管理层收购实践操作的特点：

第一，我国管理层收购主体多元化。从国内收购实践看纳入我国管理层收购主体的人员不仅包括公司高管还常包括核心技术人员、以工会及职工持股大会为主要表现形式的一般内部员工、大股东控制企业管理层、子公司管理层等。

第二，我国管理层收购具有股权激励性。由于包括上市公司在内的国有企业激励机制的普遍缺失，企业内部管理层在策划时常把公司奖励基金、股权折价转让、分期付款、延期付款等激励措施与收购措施相结合，使管理层收购带有一定股权激励的性质。

第三，我国管理层收购一般是间接性收购。出于规避操作障碍的考虑，国内管理层通常不直接出面进行收购操作，而是采用如设立“壳公司”（Special Purpose Company），^③利用第三方（如职工持股会、信托公司、机构投资者）收购等间接收购方。

这些特征使我国管理层收购实践往往兼有 MBO、EMBO、SMBO、EPOS 等各种操作的特点，形成具有中国特色的“混合操作模式”。基于此本文将研究对

① 对“控制”的界定可参考：汤欣.公司治理与上市公司收购[M].北京：中国人民大学出版社，2001.260-263.

② 相关概念可参考：任自力.管理层收购（MBO）的法律困境与出路[M].北京：法律出版社，2005.10-17.

③ 指收购前管理层为实施收购所成立的新公司或其所控制的已有的公司形式。

象界定为该混合操作模式并统称为“管理层收购”，而不简单称为 MBO；而将收购主体统称“收购方”而不简单界定为“管理层”。

三、本文研究必要性分析

（一）我国资本市场的总体背景发生了翻天覆地的变化

长期以来分置的股权结构严重制约了我国资本市场的健康发展，扭曲、弱化了市场的基本功能，激化了市场矛盾。^①为解决该相关问题，2005 年股权分置改革正式启动，至今该改革已基本完成。改革打破了我国证券市场流通股和非流通股的划分，真正实现了“同股同权、同股同价”，统一了所有股权的利益基础；市场的基础制度也发生了根本性改变，证券市场价值发现、定价等功能机制得以完善，为上市公司治理、金融衍生品市场的完善奠定了基础。可以说我国资本市场已发生了翻天覆地的变化，其意义不亚于资本市场的建立。背景性环境的结构性变革使建立于其中的各项制度也发生了巨大的变化，管理层收购也不例外，如“股份的并轨”使得管理层收购的对象不可能再仅集中于“非流通股”；“同股同权”的实现，使管理层收购方式不可能再仅限于“协议收购”，“要约收购”形式也将被大量采用；管理层收购的目标不可能再主要集中于“获得流通股和非流通股的差价”。同时随着市场定价机制、信息披露机制的完善，管理层收购的定价操作、信息披露也将更公开化、合理化——因而如何在新背景下进行收购操作；如何进行合理定价；如何使协议收购更加公开透明；如何对要约收购进行合理操作等问题都需要进一步研究。全流通必然会引发我国并购浪潮，新背景下相关制度研究成为当务之急。

（二）我国并购法制环境得以优化

近年来，随着以《公司法》、《证券法》、《物权法》为代表的一系列立法的出台^②我国并购法制环境得以优化。就管理层收购融资而言法制环境的优化为融资渠道的扩展、融资工具的丰富、融资方案的完善带来了曙光；然立法更新的相对性、应然性也使得我们必须对如何填补立法空白、如何解决立法冲突、如何进行新立法实践操作等问题进行研究。

^① 何佩佩.股权分置改革相关问题思考[J].东南传播,2006,(9):77-78.

^② 详见本文附件三。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库